

Spettabile
CONSOB
Divisione Intermediari
Via Broletto, 7
20121 Milano

Milano, 30 giugno 2014

Re: Documento di consultazione sulla distribuzione di prodotti complessi ai clienti *retail*

CFA Society Italy¹ (CFASI), associazione italiana che raggruppa i professionisti della finanza affiliata a CFA Institute², apprezza l'opportunità di rispondere alla Consultazione CONSOB.

I nostri specifici commenti in risposta alle domande della Consultazione sono di seguito riportati³.

Non esitate a contattarci nel caso desideriate degli approfondimenti sulle argomentazioni espresse.

Distinti saluti,



Martino Panighel, CFA

Advocacy Chair

CFA Society Italy

+39 335 7878 772

martino.panighel@cfasi.it

Allegato: *Packaged Retail Investment Products*, CFA Institute, 2013.

¹ CFA Society Italy (CFASI), presente in Italia dal 1999, è l'associazione senza scopo di lucro che raggruppa i professionisti che operano nel campo finanziario e che hanno scelto di condividere rigorosi standard di integrità, formazione ed eccellenza professionale. Tutti gli oltre 400 soci aderiscono al Code of Ethics and Standards of Professional Conduct, il codice di deontologia professionale promosso da CFA Institute. La maggior parte ha conseguito la qualifica di CFA (Chartered Financial Analyst), certificazione riconosciuta a livello internazionale quale *gold standard* di eccellenza professionale. CFASI è affiliata a CFA Institute. Per ulteriori informazioni si veda il sito www.cfasi.it

² CFA Institute, che ha da poco celebrato il 60° anniversario dalla fondazione, è un'associazione professionale senza scopo di lucro che conta ad oggi 123.457 soci tra *investment analysts*, *portfolio managers*, *investment advisors* e altri professionisti del settore finanziario presenti in 145 Paesi, di cui 115.603 hanno conseguito la qualifica Chartered Financial Analyst® (CFA®). L'appartenenza al CFA Institute include anche 143 associazioni affiliate in 68 Paesi. Nell'Unione Europea è presente con 21 associazioni nazionali e 17.074 soci.

CFA Institute sviluppa, promulga e mantiene i più alti standard etici per l'investment community che comprendono il CFA Institute Code of Ethics and Standards of Professional Conduct, i Global Investment Performance Standards (GIPS®) e l'Asset Manager Code of Professional Conduct (AMC). CFA Institute amministra, a livello internazionale, i curricula e gli esami dei programmi educativi Chartered Financial Analyst® e Certificate in Investment Performance Measurement® (CIPM®). L'associazione promuove programmi di aggiornamento professionale e pubblicazioni quali il Financial Analyst Journal, prende posizioni sulle principali tematiche dei mercati dei capitali, sviluppa standard di condotta e codici di autodisciplina al fine di promuovere i più elevati standard etici e professionali nella comunità finanziaria internazionale. Per ulteriori informazioni si veda il sito www.cfainstitute.org

³ Si ringraziano Andrea Pastorino, CFA, Matteo Lombardo, CFA e Fabrizio Petreschi, CFA, per aver contribuito all'elaborazione delle risposte.

Domande

1. Ritenete che la nozione di complessità adottata nel presente documento contenga tutti gli elementi utili all'identificazione di prodotti non idonei alla distribuzione diretta a clientela retail?

Concordiamo con gli elementi suggeriti a p.4 del documento di consultazione per tratteggiare la nozione di “complessità”.

La presenza di elementi opzionali e l'effetto leva sono i due principali elementi costruttivi di un prodotto finanziario che portano ad un disallineamento tra l'andamento del “sottostante” e il pay-off del prodotto. Tale disallineamento è, a nostro avviso, un aspetto di difficile comprensione del funzionamento di un prodotto per un cliente retail, che dobbiamo presumere di bassa cultura finanziaria. Possiamo trovare sostegno in questa affermazione nella lettura dei dati Eurostat relativi alla proporzione media di attivi finanziari detenuti dalle famiglie dell'Unione Europea negli anni 2002-2011, riportata a p.15 del documento “Packaged Retail Investment Products”⁴ redatto da CFA Institute. Nel confronto con Germania, Francia e Regno Unito, l'Italia risulta essere il Paese in cui le famiglie detengono la maggiore percentuale di investimenti “semplici”⁵.

La limitata osservabilità del sottostante può essere condizione sufficiente per rendere uno strumento difficile da valorizzare ma non è condizione tale da rendere lo strumento di difficile comprensione per un cliente con bassa cultura finanziaria. Ad esempio, per un fondo chiuso immobiliare i valori del NAV sono calcolati ogni trimestre o semestre e sulla base di stime, non sempre di prezzi effettivi. Non possiamo per questo concludere che un fondo chiuso immobiliare sia complesso, nel senso di difficile comprensione. Concordiamo tuttavia sul fatto che un prodotto che si basa su un sottostante a limitata osservabilità possa non essere adatto a clienti che necessitano di immediata liquidabilità dell'investimento. Facciamo tuttavia notare che esistono obbligazioni strutturate comunemente vendute dalle banche ai propri clienti retail il cui pay-off non è legato direttamente a derivati o leva ma semplicemente all'andamento di tassi d'interesse (i.e., steepeners) o di indici azionari. I sottostanti sono facilmente identificabili ma la formula per cedole e/o rimborso a scadenza non sono di facile comprensione per chi non ha una cultura finanziaria medio-alta.

Come per la limitata osservabilità, anche l'illiquidità è un fattore da considerare per condizionare l'accesso del cliente retail a prodotti che hanno questa caratteristica ma essa non è di per sé un elemento tale da rendere lo strumento difficile da comprendere. L'illiquidità, infatti, non è legata tanto al sottostante quanto all'ammontare “outstanding”, cioè agli importi in circolazione di questi prodotti. Ad esempio, nel caso delle obbligazioni strutturate, sono gli stessi emittenti che rendono poco liquido il prodotto e fanno da market-maker dello stesso, limitandone in questo modo la liquidabilità e costringendo il sottoscrittore a detenerlo per un periodo prolungato. Questa considerazione è valida per le obbligazioni: generalmente maggiore è l'ammontare in circolazione (vedi titoli di Stato), maggiore è la liquidità del titolo rappresentata da un ridotto bid-ask spread. Per altri strumenti, ad esempio gli ETF, l'ammontare outstanding può non essere una buona

⁴ Allegato alla nostra risposta e anche scaricabile al link

<http://www.cfainstitute.org/learning/products/publications/ccb/Pages/ccb.v2013.n10.1.aspx?PageName=searchresults&ResultsPage=1>

⁵ Raggiungiamo questa conclusione se sommiamo le percentuali di “Currency and Deposits” e “Other Securities” dove per l'Italia quest'ultima categoria è rappresentata prevalentemente da obbligazioni.

rappresentazione della liquidità. Questi strumenti hanno volumi giornalieri elevati, si possono acquistare e vendere agevolmente durante qualsiasi giorno di contrattazione ma i titoli in cui sono investiti possono non essere liquidi (ad es. mercati emergenti, private equity, commodities) per cui in particolari situazioni può crearsi uno scostamento significativo tra NAV e prezzo di borsa. Anche questo incide sulla loro liquidità. Nessuno strumento può trasformare un mercato illiquido in liquido solo perché è trattato in una borsa ufficiale.

2. Condividete l'approccio in base al quale il grado di complessità di un prodotto possa essere misurato anche in base al numero di componenti derivative che ne caratterizzano l'ingegneria finanziaria?

Concordiamo con l'osservazione che nella maggior parte dei casi la complessità di un prodotto aumenta con il crescere del numero di componenti derivative. Riteniamo utile, in aggiunta, far osservare che il grado di complessità di un prodotto strutturato è legato anche alla tipologia dei modelli richiesti per poter valutare tali componenti e al numero dei sottostanti. Normalmente il "pricing" effettuato con un modello semplice e diffuso come può essere il Black&Scholes porta ad una maggiore condivisione del prezzo di un'opzione da parte del mercato. Si tratta di un modello i cui assunti di base sono noti e la cui unica variabile critica è rappresentata dalla volatilità. Più aumenta la quantità di input o di assunti che vengono posti alla base del modello, più il modello richiesto per valutare una componente derivativa aumenta di complessità. Quindi, poiché la quantificazione degli input o degli assunti di base ha valenza soggettiva, può benissimo accadere che utilizzando lo stesso modello si possa arrivare a risultati differenti. Ad esempio nella costruzione di un albero binomiale bisogna decidere che tipo di interpolazione utilizzare per determinare la curva dei tassi: possiamo utilizzare un'interpolazione lineare o polinomiale, nessuna delle due è aprioristicamente errata. Possiamo interpolare il tasso piuttosto che il fattore di sconto; anche questa decisione porta a risultati differenti. Quindi la sommatoria di decisioni soggettive (ma non per questo errate) può portare a grosse discrepanze di risultato in seno allo stesso modello. Non solo, come evidenziato anche da Fabozzi nel libro "Interest rate models", utilizzando modelli accademicamente riconosciuti per "prezzare" lo stesso derivato, possiamo arrivare a risultati molto diversi tra di loro. Quindi un prodotto strutturato, composto da più componenti derivative che possono essere valutate con un modello semplice e diffuso, è sicuramente meno complesso di uno con un numero di componenti derivative inferiore, che però si deve avvalere di un modello più elaborato. Anche il numero di sottostanti contribuisce ad un innalzamento della complessità in quanto il modello deve catturarne le correlazioni. Infatti l'aumento dei sottostanti rende necessario l'utilizzo del metodo montecarlo a scapito di altri modelli a "formula chiusa" meno complessi.

3. E' opportuna e realizzabile in maniera sufficientemente precisa una differenziazione delle "componenti derivative" contenute nei prodotti, in ragione del diverso grado di complessità delle stesse?

Una maggiore analiticità del prospetto è sicuramente auspicabile. Molto probabilmente i benefici diretti sui clienti retail sarebbero molto limitati; anzi, un aumento della "disclosure" avrebbe paradossalmente l'effetto di apparire loro ancora più incomprensibili le logiche del prodotto strutturato. La differenziazione delle componenti derivative sarebbe, invece, di notevole aiuto a figure come i consulenti che, avendo già delle competenze per valutare questo tipo di prodotti, risulterebbero sicuramente avvantaggiati nel loro lavoro. Inoltre, la "disclosure" di tutte le

componenti derivative permetterebbe una maggiore confrontabilità dei prodotti e una valutazione relativa dei rispettivi prezzi.

4. Ritenete opportuna l'inclusione negli elenchi anche dei prodotti "gestiti" quali polizze assicurative e/o OICR (questi ultimi ove non già specificamente previsti)?

OICR e le polizze assicurative sono veicoli d'investimento che possono contenere prodotti complessi. Il punto nodale relativo all'intera questione degli strutturati è quanto sia possibile approssimarsi ad un prezzo "vero". Detto in altre parole, bisognerebbe capire qual è la dispersione dei prezzi teorici di tali strumenti ottenuti tramite i diversi modelli e le assunzioni alla base di essi. Più il prodotto è complesso più è necessaria la guida di un "esperto" per comprenderne i meccanismi. All'aumentare della complessità aumenta anche la dispersione dei prezzi teorici e aumentano le occasioni per applicare commissioni "occulte". Quindi la funzione dell'esperto dovrebbe essere quella non solo di valutare la complessità e, conseguentemente l'adeguatezza, ma anche quella di misurare l'entità delle commissioni nascoste che il "produttore" ha caricato beneficiando dell'opacità generata dalla complessità. Per questa ragione soprattutto per i prodotti assicurativi, già di per sé poco trasparenti e gravati da ricarichi commissionali importanti, sarebbe importante l'ausilio di un consulente competente.

5. Ritenete che possano esistere altre o ulteriori caratteristiche utili a qualificare il servizio di consulenza a più alto valore aggiunto (c.d. "evoluto")?

Rispondiamo congiuntamente alla domanda 6.

6. Ritenete che esistano altre modalità distributive che possano essere escluse dall'ambito di applicazione degli indirizzi sopra ipotizzati per i prodotti compresi negli elenchi 1 e 2?

Riteniamo che le criticità nella distribuzione siano quelle che emergono nella pratica in termini di disallineamento tra modalità di distribuzione dichiarata nei processi aziendali ed effettivi comportamenti tenuti dai soggetti incaricati del contatto col cliente. I requisiti previsti solo sulla carta rischiano di essere aggirati. Per questo riteniamo importanti gli effettivi meccanismi di supervisione e vorremmo suggerire che CONSOB consideri di adottare un'ampia gamma di strumenti di controllo. Ad esempio, un approccio possibile potrebbe essere quello di avere un finto cliente che verifica se il processo di vendita verbale, cioè quello che viene detto di persona dal promotore o consulente, è in linea con ciò che è scritto nella documentazione del prodotto (cosiddetto "mystery shopping").

7. Ritenete possibile identificare categorie di clientela al dettaglio - secondo criteri oggettivi (per es., consistenze patrimoniali, competenze specifiche...) - per le quali non siano necessarie inibizioni o particolari cautele nella distribuzione di prodotti complessi?

Riteniamo che la disponibilità di un patrimonio rilevante non sia un elemento che, di per sé, rappresenta un fattore mitigante la pericolosità degli effetti di un acquisto non consapevole di un prodotto complesso. E', però, corretto presupporre che un cliente che disponga di tale patrimonio è nella condizione di avvalersi di una consulenza a pagamento qualificata. Al contrario, un alto livello di competenza dovrebbe significare che il cliente è in grado di comprendere se le caratteristiche ed

il pay-off del prodotto sono adatti ai propri obiettivi e di comprendere il contenuto di una dettagliata informativa sui costi delle componenti.

Sulla base di tali considerazioni, a nostro avviso sarebbe opportuno trovare un bilanciamento tra la raccomandazione di esclusione dalla distribuzione alla clientela al dettaglio (Elenco 1) o la distribuzione con adeguatezza “bloccante” (Elenco 2) con la possibilità per il cliente di investire in un prodotto complesso in proporzione alla propria capacità di comprensione del prodotto stesso. Questo equilibrio dovrebbe essere raggiunto nell’ambito di un approccio di “product governance” e rafforzata supervisione.

Si consideri, inoltre, che non sempre un prodotto complesso può considerarsi rischioso. Per esempio, un BTP inflation-linked richiede, per essere valutato, di un modello di valutazione di discreta complessità, tuttavia può essere raccomandato ad investitori con una “risk tolerance” bassa. La stessa considerazione potrebbe valere per un’obbligazione a cedola variabile con annessa una serie di floorlets e di caplets. Di conseguenza, le regole per la distribuzione dovrebbero focalizzarsi sulle competenze specifiche e solo in seconda battuta sulla “willingness” e “ability to take risk”.

8. Esistono ulteriori forme di pubblicità che ritenete opportuno vengano date alle scelte di policy adottate da ogni intermediario sugli indirizzi contenuti nella Comunicazione che verrà adottata dalla Consob?

Segnaliamo la seguente “best practice” internazionale: in UK è previsto che gli intermediari informino periodicamente i propri clienti sul numero di lamentele cui sono stati soggetti presso il “Financial Ombudsman” ed i relativi esiti, ad esempio indicando la percentuale di queste che si sono risolte in favore del cliente. Riteniamo che anche in Italia una tale forma di trasparenza migliorerebbe la tutela del cliente retail. Un suggerimento in questa direzione sarebbe, quindi, quello di richiedere agli intermediari di divulgare quante lamentele sono state fatte nei loro confronti, ad esempio presso l’Arbitro Bancario Finanziario, e quali sono stati gli esiti.

9. La pubblicità da parte degli intermediari sulle modalità di adesione può costituire un incentivo alla riduzione della complessità della gamma prodotti?

Riteniamo che per gli intermediari un incentivo alla riduzione della complessità della gamma di prodotti si potrà produrre in conseguenza del verificarsi di condizioni che riducano il ricavo che gli intermediari ottengono da prodotti complessi rispetto a prodotti semplici. Riteniamo che tale incentivo possa prodursi attraverso la trasparenza dei costi del prodotto complesso e l’uniformità di tale rappresentazione rispetto a quella prevista per prodotti semplici, in modo da consentire una chiara comparabilità al cliente retail. A tale riguardo suggeriamo di prendere visione del capitolo 10, “Summary Policy Considerations”, del già citato documento “Packaged Retail Investment Products” redatto da CFA Institute.

Riteniamo tuttavia che, non tanto la pubblicità richiesta, quanto l’adeguamento procedurale e organizzativo necessario ad adempiere alle raccomandazioni sulla limitazione della distribuzione di prodotti complessi costituisca un onere che sarà percepito più gravoso dagli intermediari di piccola dimensione con la conseguenza di disincentivare maggiormente la distribuzione da parte degli intermediari piccoli rispetto a quelli grandi.

10. Ritenete di formulare ulteriori osservazioni su altri aspetti del presente documento?

A nostro avviso l'approccio generale dovrebbe essere non solo quello di scoraggiare le cattive pratiche ma anche quello di incoraggiare le buone pratiche. Quello che occorre al mercato è una buona "product governance". Riteniamo più opportuno adottare delle linee-guida basate su principi e lasciare ai produttori l'onere di individuare correttamente il target market e, di conseguenza, di calibrare i prodotti coerentemente al target market.